

软控股份(002073.sz)

基地搬迁造成收入下降，基本面未变投资价值不改

惠毓伦 研究员
 电话: 010-68058657
 eMail: hyl6@gf.com.cn

邵卓 研究助理
 电话: 15330229387
 eMail: sz3@gf.com.cn

2010 年第三季度收入和利润同比下降

2010 年第三季度公司实现营业收入 2.89 亿元，同比降低 4.65%；归属于上市公司股东的净利润 7028.78 万元，同比降低 1.08%；2010 前三季度公司实现收入 8.70 亿元，同比增长 13.82%；归属于上市公司股东的净利润 2.17 亿元，同比增长 21.71%。

2010 年前三季度公司综合毛利率 42.40%，同比提高 6.75%，较上半年提高 4.14%。业务量增加导致费用上升较快，报告期内销售费用同比增长 106.69%，管理费用同比增长了 34.68%。

生产基地搬迁引起收入下降，订单充足无碍全年盈利计划

第三季度公司向胶州科研制造基地的搬迁影响了部分项目的生产任务，是造成报告期内收入下降的主要原因。目前公司订单饱满预计搬迁后全年生产任务和盈利计划仍可按期实现。

公司基本面未发生变化，维持全年盈利预测不变

维持之前 2010-2012 年 0.529 元、0.640 元和 0.748 元 EPS 的盈利预测，对应动态市盈率分别为 36.60 倍、30.25 倍和 24.82 倍。公司成长性基础不变，具备长期投资价值，维持“买入”的投资评级，12 个月合理目标价格 25.00 元。

风险提示

下游轮胎行业景气度波动的风险；搬迁影响生产安排超预期的风险。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	912.49	1,128.23	1,459.69	1,788.28	2,123.13
EBITDA(百万元)	268.77	363.32	482.34	582.77	681.95
净利润(百万元)	224.07	294.76	392.86	475.59	555.33
净利润增长率	56.34%	31.55%	33.24%	21.06%	16.77%
每股收益(元)	0.302	0.397	0.529	0.640	0.748
市盈率	64.10	48.76	36.60	30.25	24.82
市净率	12.31	7.01	5.89	4.93	4.14
EV/EBITDA	10.36	28.47	16.67	13.53	11.00
每股红利(元)	0.00	0.10	0.00	0.00	0.00
股息率(%)	0.00	0.45	0.00	0.00	0.00

来源: 软控股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	19.36
目标价格(元)	25.00
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-4.11%	18.55%	68.66%
沪深 300	18.45%	23.13%	-.06%

股票数据

总股本(万股)	74,236.50
流通 A 股(万股)	52,344.60
主要股东:	
	袁仲雪
主要股东持股比例	19.36%
流通 A 股比例	70.51%

财务比率

ROE	14.37%
ROA	13.74%
资产负债率	27.10%
每股净资产(元)	4.15

2009 年报数据。

2010 年第三季度收入和利润同比下降

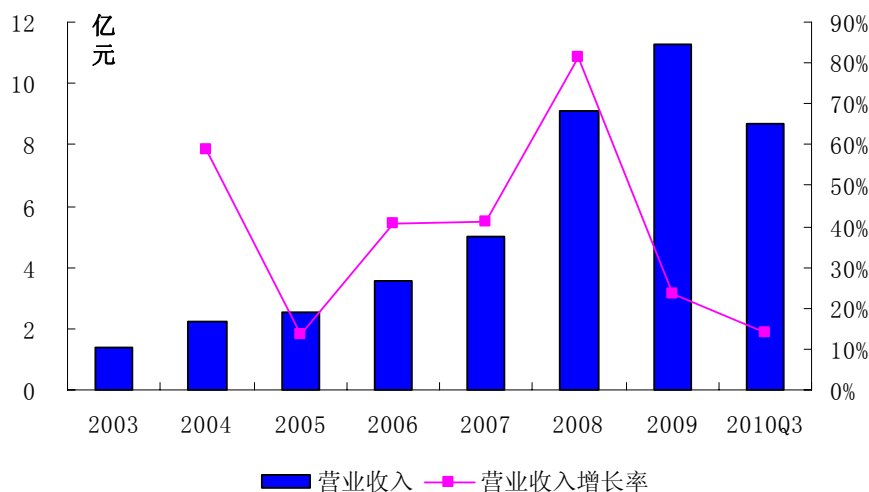
2010年第三季度公司实现营业收入2.89亿元，同比降低4.65%；归属于上市公司股东的净利润7028.78万元，同比降低1.08%；2010前三季度公司实现收入8.70亿元，同比增长13.82%；归属于上市公司股东的净利润2.17亿元，同比增长21.71%。前三季度公司实现基本每股收益0.29元。

2010年9月，软控股份投资7.7亿元建设的软控胶州装备产业园一期项目正式启用，总投资24亿元的青岛莱西伊科思合成橡胶新材料产业园一期项目建设也接近尾声。

报告期内公司向胶州科研制造基地的搬迁影响了部分项目的生产任务，是造成报告期内收入下降的主要原因。目前公司订单饱满预计搬迁后全年生产任务和盈利计划仍可按期实现。

软控胶州装备产业园位于青岛胶州市，占地550亩，建有国内规模最大的智能化橡胶装备制造基地和亚洲一流水平的自适用物料输送及配料实验室。青岛莱西伊科思合成橡胶新材料产业园则拥有多项填补国内空白的橡胶新品种合成技术，全部建成后将成为中国规模最大的合成橡胶新材料科研生产基地。

图1：营业收入走势



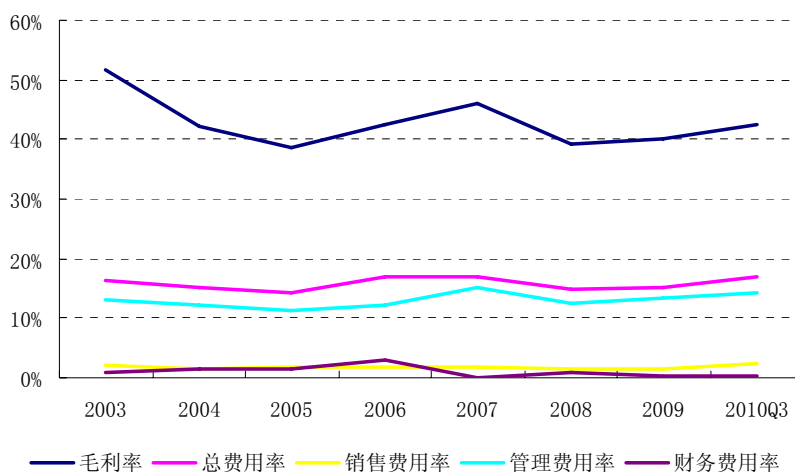
数据来源：公司报表

毛利率提升6.75%，费用率提升2.84%

2010前三季度公司综合毛利率为42.40%同比大幅提高了6.75%，较上半年提高了4.14%，在2008年达到阶段性低点39.30%后保持了持续提升的势头。从上半年情况看各主营业务毛利率都有所上升，预计全年毛利率水平有望达43%以上。

三项费用率16.81%比去年同期13.97%的水平高2.84%，但总体仍保持在相对稳定的水平上，其中管理费用率14.37%，销售费用率2.27%，财务费用率0.17%。在主营业务高速增长的同时，过去五年公司三项费用率变动不超过3%，表明公司具有较高的管理能力。

图3：毛利率和费用率走势



数据来源：公司报表

化工装备和模具成增长主力

公司传统主营业务配料系统随着下游轮胎行业设备更新率的提升，逐渐进入慢速发展区间。但公司已顺利进入化工装备等横向领域，橡胶装备出口业务也已形成良好开端，基于对公司技术和管理能力的认可，我们认为公司的长期增长潜力仍然巨大。

2010上半年公司橡胶装备（不含配料系统）营业收入增长4.11%；配料系统则降低21.66%；化工装备业务营收同比增长116.72%达1.09亿元，已成为公司第二大主营业务；模具业务增长迅速，同比增长412.83%实现收入5335.63万元，成为新的增长点。此外，轮胎行业MES和工业机器人也分别实现了1208万和1508万的营业收入，有望成为长期的利润增长点。

继去年5月获得青岛伊科思2.611亿元的异戊橡胶联合装置一期总包合同后，2010年上半年公司又取得抚顺伊科思15万吨/年裂解碳五分离项目的

总包合同，合同价格2.932亿元。短期内青岛伊科思一期项目完工后，公司继续获得后续各期项目订单的可能性较大。中长期我们看好公司在相关横向领域的长期发展能力，由于公司具备较高的管理和技术水平，有望将橡胶行业的成功经验复制到业务特点相近的产业中，形成新利润增长点。

上半年公司中标缅甸MEC公司85.5万套轮胎项目，合同金额6983万美元，占公司2009年营业收入的42%，国际化业务开局顺利。在国际轮胎制造业向亚洲天胶产区转移的大背景下，公司凭借橡胶装备的性价比优势有望在东南亚等地区取得更大突破。

维持买入投资评级

2010第三季度公司业绩受生产基地搬迁影响出现下降，我们认为公司基本面没有发生变化，仍然具备长期投资价值，因此维持之前的盈利预测和投资评级。

我们预测公司2010年、2011年和2012年全面摊薄EPS分别为0.529元、0.640元和0.748元，对应2010年、2011年和2012年动态市盈率分别为36.60倍、30.25倍和24.82倍，维持“买入”的投资评级，12个月合理目标价格25.00元。

风险提示

生产基地搬迁影响超预期的风险

公司生产基地搬迁存在因场地、气候等因素造成项目停工超预期的风险。

下游轮胎行业景气度波动风险

2010上半年轮胎行业景气度较高，受宏观经济周期影响未来轮胎行业存在景气度下降的风险。

资产负债表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
货币资金	875.62	1062.24	1222.81	1611.62	
应收账款	807.53	1060.75	1228.11	1489.32	
预付款项	134.69	143.64	196.06	207.83	
应收利息	0.00	0.00	0.00	0.00	
应收股利	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他应收款	11.63	34.99	22.12	45.69	
存货	365.38	993.93	665.07	1307.42	
流动资产合计	2194.85	3295.56	3334.17	4661.88	
长期股权投资	4.06	4.06	4.06	4.06	
固定资产	403.07	335.46	398.70	475.86	
在建工程	59.63	145.38	177.01	210.14	
无形资产	137.60	122.71	107.81	92.91	
长期待摊费用	1.88	0.94	0.00	0.00	
递延所得税资产	3.65	3.65	3.65	3.65	
非流动资产合计	634.24	634.13	710.73	803.70	
资产总计	2829.09	3929.69	4044.90	5465.58	
短期借款	80.00	0.00	0.00	0.00	
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	
应付账款	494.54	971.66	817.80	1309.80	
预收款项	178.54	548.77	342.26	715.61	
应付职工薪酬	3.74	3.74	3.74	3.74	
应交税费	9.55	9.55	9.55	9.55	
应付利息	0.00	0.00	0.00	0.00	
应付股利	0.00	9.54	9.54	9.54	
其他应付款	18.38	18.38	18.38	18.38	
流动负债合计	771.45	1538.82	1178.44	2043.79	
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	
预计负债	0.75	0.00	0.00	0.00	
递延所得税负债	0.41	65.06	65.06	65.06	
非流动负债合计	4.16	4.16	4.16	4.16	
负债合计	775.61	1542.97	1182.60	2047.95	
股本	494.91	742.37	742.37	742.37	
资本公积	630.39	630.39	630.39	630.39	
盈余公积	48.97	105.95	196.27	332.55	
未分配利润	197.32	426.90	790.85	1340.01	
少数股东权益	1.59	1.71	1.86	2.02	
负债股东权益总计	2829.09	3989.32	4104.53	5525.21	
每股净资产(元)	2.76	3.29	3.93	4.68	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

利润简表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入	1128.23	1459.69	1788.28	2123.13	
营业成本	676.39	856.74	1045.63	1243.21	
营业税金及附加	9.50	12.29	15.05	17.87	
销售费用	18.11	24.20	29.64	35.20	
管理费用	149.86	198.35	243.00	288.51	
财务费用	4.08	-15.44	-20.52	-25.73	
资产减值损失	8.33	20.37	20.37	20.37	
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	
营业利润	261.96	363.19	455.11	543.71	
营业外收入	25.54	25.54	25.54	25.54	
营业外支出	-0.08	-0.08	-0.08	-0.08	
利润总额	333.02	436.51	528.43	617.03	
所得税费用	38.17	43.65	52.84	61.70	
净利润	294.85	392.86	475.59	555.33	
归属于母公司净利润	294.76	392.74	475.44	555.16	
少数股东损益	0.09	0.12	0.14	0.17	
EPS(元)	0.397	0.529	0.640	0.748	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

现金流量简表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
经营活动现金流量	160.84	326.34	245.89	501.07	
投资活动现金流量	-184.96	-79.39	-111.02	-144.15	
筹资活动现金流量	449.40	-60.32	25.71	31.89	
现金及现金等价物净增加额	425.59	186.62	160.57	388.81	
期末现金余额	875.62	1062.24	1222.81	1611.62	
每股经营活动现金流(元)	0.22	0.44	0.33	0.67	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

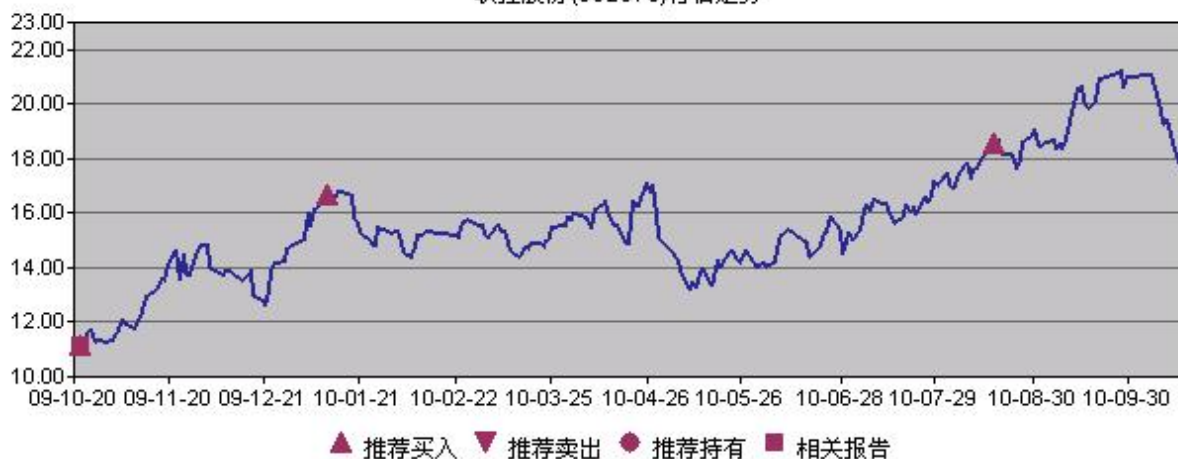
主要财务指标					
指标项目	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入增长率	23.64%	29.38%	22.51%	18.72%	
营业利润增长率	36.16%	40.94%	25.31%	19.47%	
毛利率	40.05%	41.31%	41.53%	41.44%	
营业利润率	20.56%	22.39%	22.90%	23.05%	
净利率	26.13%	26.91%	26.59%	26.16%	
净资产收益率	14.37%	16.07%	16.28%	15.97%	
总资产收益率	11.77%	10.61%	12.43%	10.71%	
流动比率	2.85	2.14	2.83	2.28	
资产负债率	27.42%	39.26%	29.24%	37.47%	
所得税税率	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

软控股份(002073)行情走势



相关研究报告

软控股份(002073.sz)_中报点评	邵卓	2010-08-17
青岛软控 (002073.SZ) _公司调研简报	惠毓伦	2010-01-11
青岛软控 (002073.SZ) _季报点评	惠毓伦	2009-10-22

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。